



## **Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra**

Grupo de Estudos Monetários e Financeiros  
(GEMF)  
Av. Dias da Silva, 165 – 3004-512 COIMBRA,  
PORTUGAL

[gemf@fe.uc.pt](mailto:gemf@fe.uc.pt)  
<http://gemf.fe.uc.pt>

JOÃO SOUSA ANDRADE

### **A Política Monetária do BCE. Uma estratégia original para a estabilidade nominal**

---

ESTUDOS DO GEMF

N.º 10

2009

**PUBLICAÇÃO CO-FINANCIADA PELA  
FUNDAÇÃO PARA A CIÊNCIA E TECNOLOGIA**

Impresso na Secção de Textos da FEUC  
COIMBRA 2009

## **A Política Monetária do BCE. Uma estratégia original para a estabilidade nominal\***

João Sousa Andrade

Faculdade de Economia/G.E.M.F., Universidade de Coimbra  
Membro Correspondente da Academia das Ciências de Lisboa

### **Resumo**

Nesta comunicação procurei mostrar a originalidade da política monetária do Banco Central Europeu (BCE), a dificuldade de uma avaliação conclusiva da sua acção e o contexto teórico da sua intervenção. Também foi feita uma avaliação da sua capacidade de resposta à actual crise, assim como das perspectivas de alterações institucionais que o envolvem. Sempre que desejável foi feita a comparação com o caso norte-americano. É importante realçar que alguns dos fracos resultados que defronta a economia portuguesa não podem ser atribuídos à política monetária. Ao longo da comunicação foram tecidas críticas e sugestões que contribuem para melhorar a actuação do BCE.

---

\* Comunicação apresentada na Conferência “10 anos do Sistema Europeu de Bancos Centrais”, promovida pelos Instituto Europeu da Faculdade de Direito de Lisboa e Instituto de Direito Económico Financeiro e Fiscal da Faculdade de Direito de Lisboa, com a colaboração da Academia das Ciências de Lisboa, em 6 de Julho de 2009 na Fundação Calouste Gulbenkian. Agradeço aos colegas Adelaide Duarte e Pedro Bação os comentários e correcções a este texto.

Nesta comunicação procurarei mostrar a originalidade da política monetária do Banco Central Europeu (BCE), a dificuldade de uma avaliação conclusiva da sua acção e o contexto teórico da sua intervenção. Também será feita uma avaliação da sua capacidade de resposta à actual crise, assim como das perspectivas de alterações institucionais que o envolvem. Sempre que desejável será feita a comparação com o caso norte-americano. É importante realçar que alguns dos fracos resultados que defronta a economia portuguesa não podem ser atribuídos à política monetária. Ao longo da comunicação serão tecidas críticas e sugestões que contribuem para melhorar a actuação do BCE.

Começarei por lembrar (1) que uma década de existência de um banco central é tempo suficiente para podermos analisar o processo de credibilização da sua política e alguns dos efeitos da sua política, mas não é tempo suficiente para uma análise das consequências geradas pelo respeito do seu objectivo final. É que o objectivo final do BCE é a estabilidade nominal medida por uma inflação de médio prazo vizinha mas inferior a 2%. O objectivo inflação pode ser medido mês a mês, mas as suas consequências em termos da criação de um ambiente favorável ao crescimento, e por consequência ao bem estar das famílias, não podem ser medidas em apenas uma década. O objectivo de alvo de inflação criou uma área de estabilidade nominal mas não levou ao crescimento do consumo privado nem a um diferencial de crescimento do produto tendencial. Esta área de estabilidade nominal tem sido também uma área de estabilidade financeira.

É defendida a tese (2) que o BCE aplica a sua política de estabilidade nominal de forma verdadeiramente original: para além da política de taxa de juro que procura responder, de forma indirecta, aos desvios da inflação, apresenta um segundo objectivo de controlo de um agregado monetário. Trata-se de procurar obter um crescimento anual de M3 que não exceda os 4,5%. Apesar de se tratar de um alvo secundário, a sua presença não pode deixar de ser considerada importante, sobretudo num contexto de análise neo-wickseliana em que a moeda é excluída da política monetária.

No ponto (3) é defendido que a submissão a estas últimas ideias esteve por detrás da reacção lenta e tardia do BCE, tendo aliás acontecido o mesmo com o Sistema de Reserva Federal norte-americano (FED). A evolução dos valores das taxas, em pleno desenvolvimento da crise, aliada à obsessão da inflação confirmam a posição aqui defendida. A apresentação resumida e as consequências da nova doutrina (neo-wickseliana) (4) são expostas. Mas o pilar da análise monetária, na estratégia do BCE, é uma garantia

que a política monetária pode afastar-se da estrita política neo-wickseliana.

As respostas dos bancos centrais à actual crise (5) levaram à criação de verdadeiros gigantes. Este gigantismo cria o problema do que irá suceder após a crise. O crescimento da base monetária vai obrigar a operações para a sua redução substancial sem que isso se deva traduzir em custos adicionais para o sector bancário.

A actual crise arrastou consigo o problema da supervisão bancária (6). É certo que os planos de reforma existem, mas estes devem comportar uma análise clara do que “falhou”. Os remédios usam-se para doenças e não para sintomas. A nova estrutura prevista para a Europa não me parece tocar no essencial da supervisão, nem sequer avançar para uma supervisão adequada a uma união monetária.

Levanto (7) a questão da possível instabilidade cambial provocada por desvalorizações competitivas e pelos crescentes desequilíbrios das balanças de pagamentos internacionais. Não temos uma instituição internacional que possa impedir práticas cambiais menos correctas a nível internacional, como temos para o comércio. Os acontecimentos dos finais dos anos 30 alertam-nos para o facto que viver numa área de estabilidade nominal pode, em certas circunstâncias, ser uma condição para o desastre.

Finalmente (8), passo em revista três questões importantes para a nossa economia que não podem ser atribuídas à política monetária do BCE mas que nos colocam numa situação de grande fragilidade: a perda de competitividade, a forte desaceleração do nosso crescimento e a poupança inexistente na nossa economia.

A comunicação termina com a conclusão.

### **(1) Princípios e resultados da política monetária de estabilidade nominal do BCE**

O objectivo da política monetária na União Económica e Monetária (UEM), foi definido pelo Tratado da União Europeia como sendo a estabilidade dos preços.

Em resultado deste imperativo podemos dizer que o Banco Central Europeu (BCE) é um banco central sem independência de objectivos. A razão porque os economistas defendem a independência de objectivos dos bancos centrais reside nas taxas de preferência temporais dos banqueiros centrais e dos governos. A preferência destes últimos pelo curto prazo está na origem da criação de desvios inflacionistas. Mas ao contrário do Sistema de Reserva Federal norte-americano (FED), onde a lei faz referência explícita ao crescimento potencial da economia de forma a obter o máximo de emprego, preços estáveis e taxas de

juízo de longo prazo moderadas<sup>1</sup>, como objectivos deste, o BCE vê a sua independência limitada na lei. Não significa isto que possamos dizer que o BCE não é independente. A independência de instrumentos e a própria independência económica e financeira são tidas, em geral, como mais importantes para classificar o grau de independência dos bancos centrais<sup>2</sup>. E o BCE goza obviamente destas duas, com uma importante chamada de atenção que passamos a tratar.

É estabelecido também no Tratado que sem prejuízo daquele objectivo de estabilidade de preços, o SEBC deve apoiar as políticas económicas da UE. E cabe aqui levantar o problema da taxa de câmbio do euro. Que políticas são definidas para o euro? Quem as define? Como são executadas? Quem as avalia? A resposta, parece-me ser a seguinte, a taxa de câmbio é gerida de forma a garantir a estabilidade de preços. Esta estratégia de política de taxa de câmbio não deixa de ser portadora de fortes problemas em caso de instabilidade cambial dos parceiros comerciais europeus ou de desvalorizações competitivas destes.<sup>3</sup>

O objectivo de “estabilidade dos preços” deve ser esclarecido. Nem sempre a economia monetária usou os conceitos de preços e da sua taxa de variação de forma a evitar confusões. O conceito de super-neutralidade traduz essa mesma dificuldade de distinguir um do outro fenómeno e no entanto as consequências são importantes. Se o alvo for a estabilidade dos preços, um crescimento destes leva a que no período seguinte a política seja dirigida à redução dos mesmos. Neste caso, a uma taxa de inflação positiva segue-se uma taxa de inflação negativa. Se o alvo for de inflação, a ultrapassagem do seu valor leva a que se procure retomar esse valor no período seguinte, e assim, a taxa de inflação vai flutuar à volta do valor alvo escolhido e que é normalmente positivo. O Conselho de Governadores do BCE, em 1998, deu a seguinte definição quantitativa da estabilidade de preços: “Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2 %. Price stability is to be maintained over the medium term”. O objectivo do BCE é assim um alvo de inflação, com um valor máximo de 2%, de médio prazo. Este valor de 2% é inferior ao valor médio da

---

<sup>1</sup> Section 2a. Monetary Policy Objectives. “The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”, Federal Reserve Act, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>

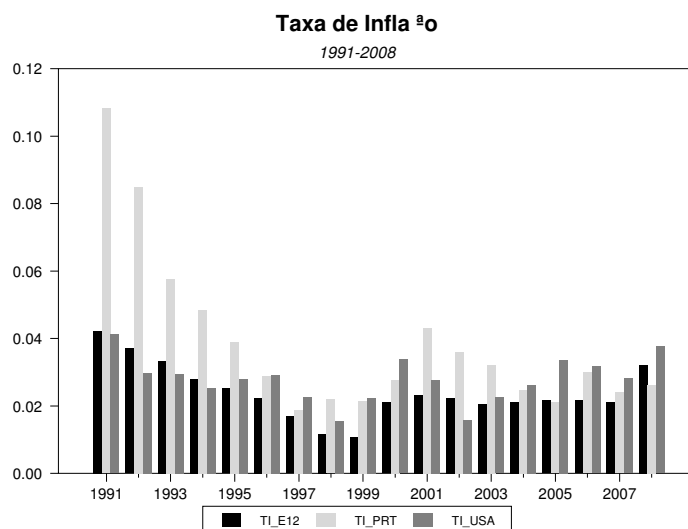
<sup>2</sup> Stanley Fischer, Central-Bank Independence Revisited, American Economic Review, 85 (2), 1995.

<sup>3</sup> Mais à frente voltaremos a esta questão.

taxa de inflação registado na Alemanha de 1950 a 1998. O valor escolhido para alvo aproxima-o de um conceito de estabilidade de preços. Porquê?

Em 1996 a Comissão Boskin<sup>4</sup>, corrigindo o índice de preços norte-americano, tendo em conta efeitos de substituição, de qualidade e de novos produtos, reduzia a taxa de inflação de 1,1 pontos percentuais (p.p.). Robert Gordon<sup>5</sup> virá em 2006 corrigir aquele valor para 1,2 - 1,3 e admitir que no presente o desvio não deverá ser inferior a 1 p.p.

Ao analisar a evolução da taxa de inflação<sup>6</sup> em Portugal (PRT), na Europa a 12 (E12)<sup>7</sup> e nos EUA (USA) (Figura 1), é clara a ideia de estabilidade desta na Europa (E12), para além da verificação de valores inferiores aos dos EUA. Ao mesmo tempo é evidente o excesso de inflação em Portugal sobre aquelas economias, o que, em estabilidade cambial, traduz a perda sistemática de competitividade por esta via. A opinião que a União Monetária se construiu como um área de estabilidade nominal pode ser assim verificada.



**Figura 1**

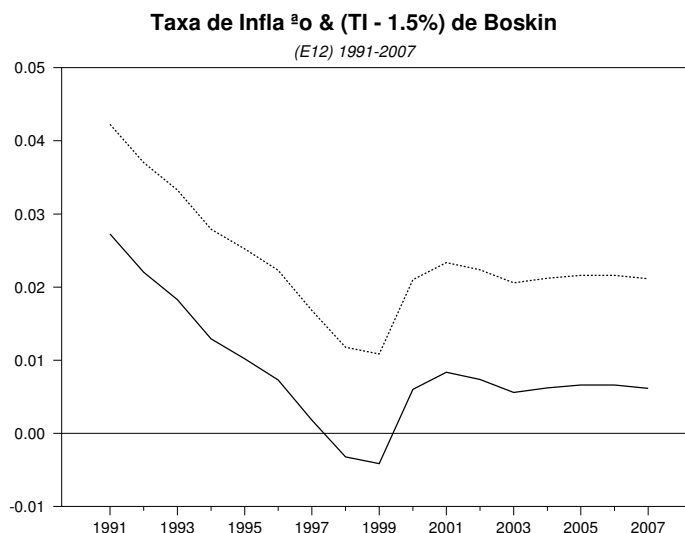
<sup>4</sup> Advisory Commission to Study the Consumer Price Index. O relatório desta comissão foi publicado em 1996 com o título: Toward A More Accurate Measure Of The Cost Of Living. Os seus membros foram Michael Boskin, Ellen R. Dulberger, Robert J. Gordon, Zvi Griliches e Dale Jorgenson.

<sup>5</sup> The Boskin Commission Report: a retrospective one decade later, NBER, WP 12311, June 2006.

<sup>6</sup> Medida pelo Índice de Preços no Consumidor. No caso europeu pelo IPC harmonizado. Os dados aqui apresentados foram todos retirados da base de dados AMECO da Comissão Europeia, no final do mês de Junho de 2009.

<sup>7</sup> Que será identificada como a área da UEM.

Tendo em conta o processo de inovação registado nos bens de consumo, em parte como resultado da revolução nas TIC<sup>8</sup>, proponho que analisemos a evolução da inflação imaginando um efeito de Boskin à volta dos 1,5%. As duas séries da taxa de inflação para a União Europeia, sem qualquer correcção e com correcção, constam da Figura 2.



**Figura 2**

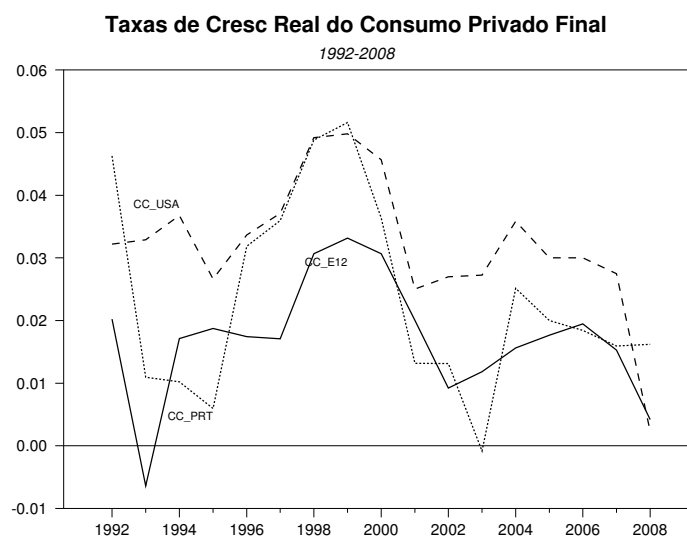
Os valores da taxa de inflação corrigidos situam-se sempre abaixo de 1% (o valor mais elevado registou-se em 2001 com 0,8%). Em 1998 e 1999 a evolução da segunda série registou valores negativos. Eis a razão porque podemos afinal dizer que a política de alvo de inflação da UEM se aproximou de uma política de estabilidade de preços.

Esta política do BCE pode ser classificada como correspondendo à posição mais clássica possível da economia. A estabilidade nominal é condição essencial à correcta afectação de recursos: desejos de consumidores e planos de empresários apenas em estabilidade de preços poderão ser compatibilizados com respeito pelos respectivos direitos de propriedade. A UEM será neste aspecto uma experiência que porá à prova os benefícios da estabilidade dos preços. Esta estabilidade é, assim, o único meio pelo qual o BCE poderá contribuir para o crescimento económico.

A tarefa que se depara é pois poder, desde já, averiguar até que ponto a UEM apresenta vantagem do ponto de vista do bem-estar relativamente a uma economia que

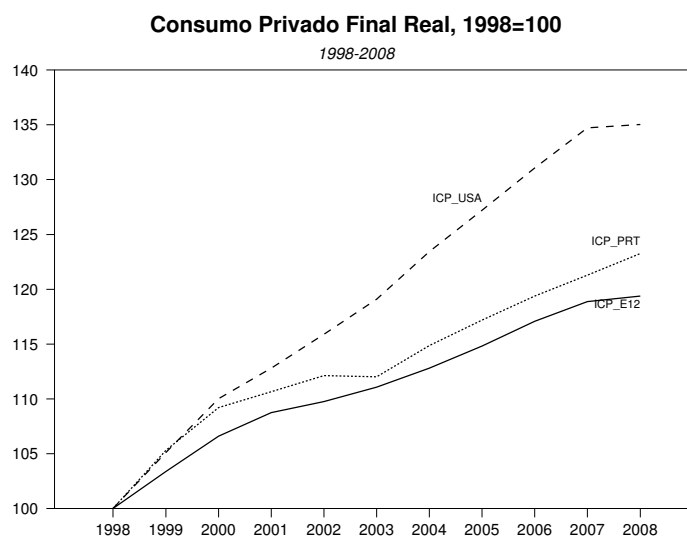
<sup>8</sup> Tecnologias da Informação e da Comunicação.

sirva como modelo. A primeira variável que deve ser escolhida é o consumo (real) das famílias. Na Figura 3 representamos a evolução desta variável, em taxas de crescimento.



**Figura 3**

Até 2007 apenas a economia norte-americana registava valores superiores a 2%. Em 1998 e 1999 registou praticamente o valor de 5%. A UEM registou o seu maior crescimento em 1999, 3,3%. Na Figura 4 podemos apreciar esta evolução em termos de índices.

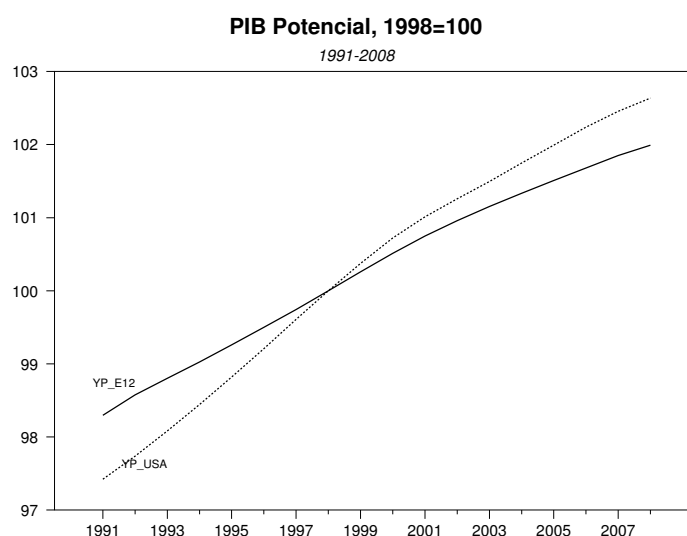


**Figura 4**



O desvio entre as diferentes evoluções é claro. Em 2007 aqueles valores em índices eram de 119, 121 e 135 respectivamente para a UEM, Portugal e EUA. Os valores para Portugal não nos devem fazer esquecer a fraca base absoluta da qual partiu a economia portuguesa.

Mas se o consumo pode representar o bem estar, não deixa no entanto de ser um indicador de curto prazo. Comparámos, por isso, a evolução dos respectivos PIB (reais) em termos de tendências. Os valores na Figura 5 são índices dos logaritmos do PIB tendencial.



**Figura 5**

Os valores tendenciais do PIB confirmam os valores de curto prazo. Ou seja, o crescimento da UEM afasta-se do crescimento dos EUA.

O desempenho económico da UEM, quando comparado com o desempenho da economia *benchmark*, não revela benefícios óbvios da estabilidade nominal. Mas não podemos esquecer que uma década não é um período suficientemente longo para esta análise e que tendo uma política monetária única não temos ainda uma união monetária. Um outro factor que não podemos esquecer na avaliação dos benefícios da UEM e da sua política de estabilidade é o que se refere, propriamente, à estabilidade financeira. Reinhart e Rogoff<sup>9</sup> identificaram, na primeira metade dos 1990, crises bancárias nos seguintes países da UEM: Itália (1990), Finlândia (1991), Grécia (1991), Eslovénia (1993) e França (1994).

<sup>9</sup> Table A3 em Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: a panoramic view of eight centuries of financial crises*, NBER, WP 13882, March 2008.

Para o mesmo período registaram-se ainda crises em 5 países desenvolvidos e 45 países de rendimento baixo ou médio. Na segunda metade dos 1990 e até 2007, crises bancárias em 3 países desenvolvidos (não UEM) e 37 nos de baixo e médio rendimento. Os acontecimentos pós UEM mostram assim que não apenas estes países não registaram crises bancárias como contribuíram para a estabilização financeira internacional ao criarem um área de estabilidade.

## **(2) A singularidade da política monetária do BCE**

A aceitação da ideia que a inflação era um fenómeno monetário levou os bancos centrais a usarem os agregados monetários como alvos intermédios. O problema desta forma de política residu no facto de não só os agregados não serem controlados, como se previa, como também a relação destes com a inflação não ser a esperada. Em consequência, no início dos anos 1990 os bancos centrais acabaram por eleger a inflação como o alvo, embora indirecto, a ser atingido. Esta alteração leva a que na maior parte das vezes o problema das variáveis intermédias, de natureza monetária, seja ignorado. Isto foi possível graças ao aparecimento de uma nova corrente, baseada em Wicksell (1851-1926), que justifica o uso das taxas de juro monetárias em termos de diferença face a uma “taxa natural”. Não deve também ser esquecido que a ineficiência da política baseada nos agregados resultou também dos métodos econométricos e de previsão disponíveis na altura<sup>10</sup>. A procura de moeda era definida por uma função que tomava como variável dependente um agregado monetário entretanto considerado teoricamente como exógeno, o que representa uma clara contradição. O conceito de agregação e de modelos VAR (*vector autoregressive*) aplicados a variáveis co-integradas apenas se desenvolvem posteriormente<sup>11</sup>.

A política monetária do BCE está assente em dois pilares. O primeiro pilar consiste em conhecer, usando a análise económica, qual o valor previsível da inflação. Para isso a análise focará, sobretudo, as condições reais e financeiras da economia. A inflação é reconhecida como um fenómeno complexo dependendo de interdependências nos mercados do produto, dos factores, de factores internacionais, mas também das condições dos mercados de capitais. Por sua vez, o segundo pilar tem em conta a designada análise

---

<sup>10</sup> David Laidler, Monetary Policy and its Theoretical Foundations, Working Paper 2005-8, EPRI Working Paper Series, The University of Western Ontario, September 2005.

<sup>11</sup> Johansen, Soren, "Cointegration and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models", *Econometrica*, Vol.59, No.6, November 1991 e sobretudo Katarina Juselius, *The Cointegrated VAR Model: Methodology and Applications*, Oxford University Press, 2006.

monetária, a relação de longo prazo entre a moeda e os preços. As condições dos mercados do crédito, no curto prazo, e as suas consequências sobre a oferta de moeda são elementos fundamentais na explicação da inflação no longo e médio prazos. Assim, o BCE exerce vigilância sobre os agregados monetários, cabendo aqui a famosa regra, secundária, nos objectivos do BCE, de um crescimento de M3 inferior a 4,5%, para que a inflação seja controlável nos limites definidos. Esta regra, apesar de secundária, é extremamente importante, como se verá quando fizer referência ao neo-wickelianismo vigente.

Para alcançar os seus objectivos o BCE usa como instrumento principal a sua taxa de juro de refinanciamento bancário em operações de mercado aberto. As suas operações mais importantes neste mercado têm uma periodicidade semanal e visam a liquidez do sistema bancário. Outras operações têm uma periodicidade mensal e outras ainda uma periodicidade irregular com objectivos específicos. As principais operações de refinanciamento são reversíveis. Os outros instrumentos também usados, são as facilidades permanentes e a taxa de reservas obrigatória. As facilidades permanentes são operações de depósito e de cedência de liquidez, *overnight*, e são geridas pelos bancos centrais nacionais<sup>12</sup>.

### **(3) A resposta do BCE em contexto de crise**

No desenvolvimento da presente crise como se comportou o BCE e o FED? Perante a primeira grave dificuldade da sua curta história que resposta foi dada<sup>13</sup> pelo BCE? No quadro, em baixo, com a evolução dos valores das taxas de refinanciamento, pode-se constatar a dificuldade do reconhecimento da crise por parte destes bancos centrais.

---

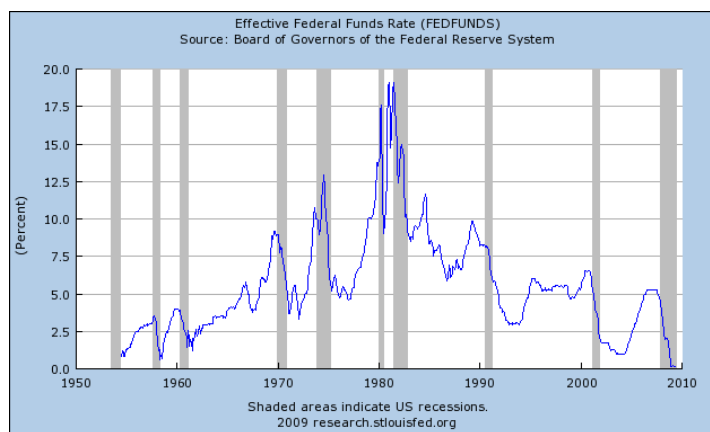
<sup>12</sup> Banco Central Europeu, A Execução da Política Monetária na Área do Euro, Novembro, 2008, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2008pt.pdf>

<sup>13</sup> Apenas tratamos do aspecto relacionado com a taxa de refinanciamento. Noutro local é apresentada uma leitura da crise, Fernando Alexandre, Ives Gandra Martins, João Sousa Andrade, Paulo Rebelo de Castro e Pedro Bação, A Crise Financeira Internacional, Imprensa da Universidade de Coimbra, 2009.

**Quadro 1 - Taxas de Intervenção do BCE e do FED<sup>14</sup>**

		<b>MBR (FFR)</b>
<b>2007</b>	Março	3.75* (5.25)
	Junho	4.00* (5.25)
<b>2008</b>	Julho	4.25* (2.01)
	Outubro	3.75 (0.97)
	Novembro	3.25 (0.39)
	Dezembro	2.50
<b>2009</b>	Janeiro	2.00
	Março	1.50
	Abril	1.25
	Maiο	1.00

Apesar de tudo a FFR era em Julho de 2008 menos de metade do que havia sido um ano antes. No caso europeu, o BCE foi aumentando a sua taxa de intervenção até Julho de 2008. Apenas em Outubro desse ano reduziu a sua taxa. Na comparação dos dois bancos não podemos deixar de insistir na não reacção do BCE. A preocupação com as antecipações inflacionistas dominava as atenções do BCE. As declarações do presidente do BCE revelam uma verdadeira obsessão com tal possibilidade. Mas será que a reacção do FED foi a adequada?



**Figura 6**

Como pode ver visto na Figura 6, a queda da FFR foi brutal. Em termos gerais confirma-se a ideia que as autoridades do FED reduzem a taxa de juro no início de cada fase recessiva (identificada a cinzento na Figura 6). Mas a resposta não deixa também de

<sup>14</sup> MBR: minimum bid rate do BCE; FFR: federal funds rate. O \* refere-se a operações de leilão, sendo as restantes respeitantes a quantidades ilimitadas de refinanciamento.

ser tardia, e até estranha, sobretudo por parte de quem<sup>15</sup> em 2002 pedia desculpa a Milton (Friedman) e a Anna (Schwartz) pelo facto de estes terem razão na explicação do desenrolar da crise de 1929 e de terem sido ignorados. Como foi possível que tal acontecesse?

Apesar da diferente reacção do Fed e do BCE, não se pode deixar de reparar que de 30 de Abril de 2008 a 8 de Outubro de 2008, a taxa de referência daquele praticamente não foi alterada. O espectro da inflação não perseguiu apenas as autoridades europeias. Na reunião de 5 de Agosto de 2008 do FOMC<sup>16</sup>, os participantes mostraram preocupação quanto à subida das expectativas inflacionistas, acreditando que o próximo passo seria tornar a política monetária mais restritiva. Deste lado do Atlântico, o Bank of International Settlements (BIS), no seu Relatório Anual, defendia que o maior problema que se colocava era a subida das expectativas inflacionistas, pelo que aconselhava a subida das taxas de juro<sup>17</sup>.

A miopia neo-wickseliana não atendeu à queda da taxa de juro real provocada pelos problemas do fim da bolha especulativa na habitação e subsequentes problemas financeiros. Robert Hetzel<sup>18</sup> responsabiliza a política monetária restritiva dos EUA como sendo responsável pela queda do produto fora dos EUA que começa no segundo trimestre de 2008, não relacionando esta queda com qualquer pretensão fenómeno de contágio. Para este autor, os bancos centrais foram responsáveis pela inércia introduzida nas taxas de juro de curto prazo, que se mantiveram demasiado tempo inalteradas, enquanto a taxa de juro natural caía.

#### **(4) A nova doutrina neo-wickseliana**

A nova doutrina neo-wickseliana exclui a moeda da análise económica, no que se afasta radicalmente do seu mentor, Knut Wicksell. Do seu autor é retida a dinâmica da taxa de juro monetária e da taxa natural de juro<sup>19</sup>. Sabemos que a taxa natural de juro, também designada por real ou normal deve ser lida em termos marginais e não médios, mas não

---

<sup>15</sup> Ben Bernanke.

<sup>16</sup> Minutes of the Federal Open Market Committee (August 5), [http://www.streetinsider.com/Economic+Data/Minutes+of+the+Federal+Open+Market+Committee+\(August+5\)/3942501.html](http://www.streetinsider.com/Economic+Data/Minutes+of+the+Federal+Open+Market+Committee+(August+5)/3942501.html)

<sup>17</sup> “BIS seeks high world interest rates”, era o título do artigo do Financial Times, de Chris Giles, em 30 de Junho de 2008. BIS, 78th Annual Report, 30 June, 2008, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.html>

<sup>18</sup> Policy in the 2008-2009 Recession, *Economic Quarterly*, 95 (2), 2009.

<sup>19</sup> Thomas Humphrey, Knut Wicksell and Gustav Cassel on the Cumulative Process and the Price-Stabilizing Policy Rule, *Journal of the History of Economic Thought* 25, 2, June 2003.

sabemos muito mais. Na definição constante de Geldzins und Güterpreise (1898)<sup>20</sup>, a taxa natural de juro seria a taxa que equilibraria a oferta e a procura de capital (real) numa economia sem moeda. Na obra *Vorlesungen über Nationalökonomie* (1906)<sup>21</sup>, é apresentada uma definição de taxa natural de juro que igualaria a procura de novo capital com a poupança gerada. No artigo de 1907 (*The Influence of the Rate of Interest on Prices*)<sup>22</sup>, esta taxa é apresentada como a taxa de lucro do capital investido, resultante da produtividade marginal. Este conceito torna a sua teoria aceitável por parte dos que duvidavam da utilidade do anterior conceito de taxa natural de juro. Apesar de tudo, na primeira expressão da taxa natural tratava-se de lucro esperado enquanto na segunda de lucro realizado. A ideia do lucro esperado constará também do artigo de 1908 (*The Stabilisation of the Value of Money, a Means of Preventing Crises*)<sup>23</sup>. Para os autores que formarão a escola sueca será Myrdal que imporá definitivamente a ideia de “expectativa” e não de “realização”. Na sua teoria quantitativa serão os factores dinâmicos que importarão. E um dos factores dessa dinâmica reside na divergência entre a taxa de juro monetária e a taxa natural. Os famosos efeitos cumulativos derivam desta divergência e estarão na base da primeira simplificação conduzida mais tarde por Keynes entre uma taxa dita de eficiência do capital e a taxa (monetária) de juro.

O problema com a actual simplificação é que o facto de não se conhecer, e não termos meios mais ou menos seguros de obter uma aproximação, da taxa natural de juro é passado em silêncio. Podemos hoje verificar que a queda do produto que começa no segundo semestre de 2007 acompanhou a redução da taxa de juro natural. A não actuação das autoridades monetárias em termos de redução imediata e, talvez, brutal das taxas de juro levou a que a política monetária fosse fortemente restritiva. E Milton Friedman volta a ter razão quando acusava a política monetária de responsável pelas flutuações de actividade económica.

A representação da execução da política monetária através da regra de (John) Taylor<sup>24</sup> traduz a aplicação desta nova doutrina. Os desfasamentos longos e instáveis

---

<sup>20</sup> *Interest and Prices*, tradução de R. F. Kahn, 1936, A. Kelley, New York, 1965. Também em: <http://mises.org/books/interestprices.pdf>

<sup>21</sup> *Lectures on Political Economy*, V. I e II, tradução de E. Classen, 1934, A. Kelley, New York, 1977. Também em: <http://mises.org/books/LPEvol1.pdf> e <http://mises.org/books/LPEvol2.pdf>

<sup>22</sup> *Economic Journal*, XII, 1907. Também em: <http://www.econlib.org/library/Essays/wcksInt1.html>

<sup>23</sup> *Ekonomisk Tidskrift*, 11, 1908.

<sup>24</sup> Veja-se Douglas Clement, Interview with John B. Taylor, The Region, June 2006, Federal Reserve Bank of Minneapolis. Disponível também em [http://www.minneapolisfed.org/publications\\_papers/pub\\_display.cfm?id=3234](http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=3234)

associados à política monetária são ignorados e a taxa de juro instrumento da política é determinada em função de desvios da inflação e do produto relativamente a valores desejados. A manipulação simples da regra permite ver o problema. A equação (1) traduz a regra de Taylor e a (2), derivada da primeira, traduz os problemas que aquela encobre. O “\*” representa valores desejados no caso da inflação e do produto e a taxa natural no caso da taxa de juro real “r”, as restantes variáveis possuem os significados usuais,  $i$  a taxa de intervenção dos bancos centrais,  $\pi$  a inflação e os parâmetros  $a_\pi$  e  $a_y$  os pesos atribuídos aos desvios da inflação e do produto.

$$(1) \quad i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi \cdot (\pi_t - \pi_t^*) + a_y \cdot (y_t - y_t^*)$$

$$(2) \quad i_t - \pi_t - r_t^* = a_\pi \cdot (\pi_t - \pi_t^*) + a_y \cdot (y_t - y_t^*)$$

Na equação (2) a taxa de juro de intervenção vem dada em termos reais e de desvio da taxa natural de juro. Estes valores dependem dos desvios representados à direita. Admitamos que se conhecem estes valores da direita. Mas de que serve esse conhecimento se não se conhece  $r_t^*$ ? Assim, não é possível conhecer  $i_t$ . O problema pode ser iludido de duas formas distintas. Na primeira, trata-se de supor que a taxa natural de juro está relacionada com o desvio do produto. Mas como tal relação não deverá ser estável, esta hipótese pode mesmo ser perigosa porque ilusória. Na segunda, a taxa natural de juro pode desaparecer por um “milagre” algébrico, passando (1) ou (2) a diferenças, obtendo-se assim  $\Delta i_t$ . Neste caso temos um neo-wickseliano que subsiste “matando” Wicksell através da eliminação da taxa natural de juro. Do ponto de vista da prática da política monetária, teremos uma política de variação das taxas de juro associada a níveis da taxa sem qualquer determinação.

O problema deste tipo de política monetária ficou claro: a taxa natural de juro caiu brutalmente em 2007, mas ela não consta da regra que leva à determinação de  $\Delta i$  pelo que a taxa de juro não deveria ser alterada.

A política monetária deve ter presente que o banco central pode controlar a inflação no longo prazo, mas não pode controlar a taxa de juro natural, pelo que o controlo dos desvios da taxa de juro (equação (2)) são impossíveis e se disso houver tentação, a consequência será a criação de instabilidade.

O BCE baseia a sua política em bons princípios: objectivo de médio prazo para a inflação e vigilância de, pelo menos, um agregado monetário (M3). Mas executou-a de

forma desastrosa. O alvo secundário do agregado monetário é importante para o controlo da inflação no longo prazo. Basear as acções de política monetária em modelos que dependem de uma taxa esperada em cada momento pelos empresários, e dificilmente modelizável, e procurar um controlo de curto prazo da inflação mostrou ser um erro. O problema de curto prazo não residia na inflação mas sim na redução abrupta da taxa natural de juro.

#### **(5) Bancos centrais, também eles gigantes no final da crise?**

A necessária intervenção para ajudar a solucionar a crise financeira que foi gerada em 2007 levou os bancos centrais a atingirem dimensões dificilmente suspeitadas há alguns anos, ou mesmo meses, atrás<sup>25</sup>. No Quadro 2 temos os valores dos activos em percentagem do PIB de cada espaço económico associado. Os valores devem ser lidos com cuidado porque reflectem também a dimensão relativa da actividade financeira (nacional e internacional) associada a cada espaço. Em geral, podemos afirmar que a dimensão daqueles bancos duplicou de 2006 para 2008.

**Quadro 2 - Activos em % do PIB**

	Dezembro 2006	Dezembro 2007	Dezembro 2008
Sistema de Reserva Federal	6.8	6.7	15.9
ECBS	13.5	16.9	22.0
Banco de Inglaterra	6.5	7.3	16.5
Banco Nacional Suíço	23.0	24.8	40.2

Veja-se, de mais perto, o que se passou no caso norte-americano e no caso europeu. No Quadro 3 e 4 temos um resumo da situação do Sistema de Reserva Federal e do BCE. Os activos aumentaram substancialmente em razão da intensificação das operações de intervenção e de operações especiais motivadas pelo agravamento da situação financeira. A consequência imediata, e talvez mais importante, é o crescimento da base monetária. No caso do BCE temos intervenções graduais desde Agosto de 2007 que começaram por responder à instabilidade na procura de reservas por parte dos bancos. No caso norte-americano, as intervenções começam abruptamente na sequência da falência do Lehman Brothers em Outubro de 2008.

---

<sup>25</sup> Seguimos Angelo Porta, Central banks and financial crisis. A first assessment of the tools used for interventions, “Paolo Baffi” Centre on Central Banking and Financial Regulation, Research Paper Series No. 2009-43, March, 2009



**Quadro 3 - Activos e Passivos (milhões de USD)<sup>26</sup>**

	Dez 2006	Dez 2007	Dez 2008
<b><i>Assets &amp; Loans</i></b>			
Securities held outright	778 951	754 605	495 994
Repurchase agreements	33 036	39 536	80 000
Primary Credit Facility	64	4 802	82 260
Term Auction Credit		20 000	<b>420 806</b>
Primary Dealer Credit Facility			45 679
Commercial Paper Funding Facility			<b>325 796</b>
Market Mutual Funds Liquidity Facility			24 858
Other (...swap lines with foreign CB's)		55 445	<b>625 741</b>
<b><i>Liabilities</i></b>			
Currency	816 870	825 624	881 463
Commercial banks reserves	6 817	5 865	<b>784 607</b>
US Treasury Dep (Supp Financ Account)			<b>263 600</b>

**Quadro 4 - Activos e Passivos do ECB (milhões €)**

	Dez 2006	Dez 2007	Dez 2008	26Junho2009
<b><i>Assets &amp; Loans</i></b>				
Main refinancing operations	330 452	368 607	224 400	167 902
Longer-term refinancing operations	120 000	268 476	<b>616 901</b>	728 598
Marginal Facility	88	91	1 820	326
Claims in foreign currencies	165 697	177 082	<b>379 969</b>	234 847
Other assets	217 679	324 609	374 969	
<b><i>Liabilities</i></b>				
Banknotes	628 238	676 677	765 415	762 146
... to credit institutions				
Current accounts	176 259	267 335	<b>225 947</b>	268 244
Deposit facility	19	8 831	<b>229 785</b>	236 235
... in euro to other residents	69 968	91 263	402 067	279 154
Other	73 788	124 377	161 162	

O crescimento da base monetária foi, e é, necessário para responder a uma situação de ruptura do mercado monetário e para permitir a saída de situações de ruptura de crédito bancário a empresas e particulares (*credit crunch*). De notar, no caso do FED, as operações de “Commercial Paper Funding Facility” que permitiram aos bancos o recurso ao crédito do FED numa base de anonimato, o que não acontecia com as facilidades através do desconto, e no caso do FED e do BCE, a actuação em termos de defesa da estabilidade

<sup>26</sup> A dificuldade e o sem sentido de algumas traduções levou-nos a manter as designações em inglês. A carregado temos os valores para os quais quero chamar a atenção. No caso do BCE os valores de 26 de Junho de 2009 foram calculados por mim.

cambial internacional através de operações de *swap*. Esta situação do FED e do BCE obriga a pensar a estratégia de saída da crise, sendo no entanto, mais complicada no caso do FED que no caso do BCE, devido ao tipo de intervenções de um e outro banco. No caso do BCE temos variações quantitativas importantes, mas associadas a intervenções normais.

#### **(6) O BCE e a supervisão financeira. Que mudanças?**

Embora com implicações indirectas na política monetária, a questão da regulação bancária e financeira surgiu como de importância extrema para a estabilidade do sistema financeiro, com o aparecimento e desenvolvimento da presente crise.

As reformas dos actuais sistemas de regulação estão apresentadas, no caso europeu, no relatório da comissão conhecida pelo nome do seu presidente, Jacques de Larosière<sup>27</sup>, e no caso norte-americano na proposta do Tesouro<sup>28</sup>.

No caso europeu, o relatório traduz a ideia que serão muitos os economistas, incluindo, obviamente do BCE, que pensam que o BCE deve ter um papel mais importante no futuro da supervisão. Esta é entendida sob dois ângulos: o macro e o micro. A primeira, a supervisão macroeconómica, deve encarregar-se dos aspectos de estabilidade financeira, incluindo os avisos sobre a existência de riscos acrescidos e de vulnerabilidades do sistema, de análise de sensibilidade do sistema a choques específicos assim como a indicação de regras que sejam consideradas importantes do ponto de vista da supervisão macroeconómica<sup>29</sup>. Muito pouco de interessante acaba assim por ser dito a propósito desta nova faceta, macroeconómica, da regulação. Nada é acrescentado ao que os bancos centrais poderiam ter feito no actual contexto institucional. E dificilmente os bancos centrais poderão cumprir de forma estreita aquelas responsabilidades. Entre a estabilidade financeira no muito curto prazo e no médio-longo prazo há um abismo que torna a supervisão uma arte de banca central e não um fiscalizador institucional.

---

<sup>27</sup> The High-Level Group of Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February, 2009, [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

<sup>28</sup> Treasury Financial Regulatory Reform: A New Foundation, August, 11, 2009, [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf). Para duas visões distintas do processo de reformas vejam-se Sabrina Pellerin, John Walter and Patricia Wescott, The Consolidation of Financial Regulation: Pros, Cons, and Implications for the United States, Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond, 95, 2, Spring, 2009 e James Crotty, Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture', Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, WP 108, September 2008, [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_151-200/WP180.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_151-200/WP180.pdf)

<sup>29</sup> O relatório prevê a criação do Conselho Europeu do Risco Sistémico (ESRC) presidido pelo presidente do BCE e o sistema de avisos de risco seria partilhado por esta instituição e pelo Comité Económico e Financeiro (recomendações 16 e 17).

Talvez a novidade do relatório esteja ao nível da supervisão microeconómica, ao colocar os bancos estabelecidos em mais do que um país da União, sob a responsabilidade do BCE. Esta mudança levaria à criação de um sistema parecido com o norte-americano, onde passaríamos a ter bancos estaduais e bancos, não federais, mas da União. As responsabilidades dos bancos centrais nacionais recairiam sobre os primeiros, ficando os segundos sob a supervisão e respeito de regras do BCE. No âmbito da supervisão microeconómica a ideia será de não colocar o BCE responsável pela supervisão das instituições financeiras.

As alterações propostas para os EUA visam um sistema muito diferente do europeu onde um dos aspectos mais importante é o da consolidação das instituições de supervisão terminando com situações extremas de conflito de interesse onde estas concorrem por supervisados. Talvez o mais interessante para nós, europeus, seja a criação da “Consumer Financial Protection Agency”. Esta instituição poderá ser responsável por uma maior transparência de produtos e serviços financeiros e dessa forma ser um factor de crescimento de concorrência do sector financeiro e ao mesmo tempo de redução de “limões” presentes no sector financeiro. A informação assimétrica e a selecção adversa são transversais a todos os intervenientes no mercado financeiro<sup>30</sup>, pelo que toda a economia pode beneficiar com a redução do seu peso.

## **(7) O BCE e a taxa de câmbio do Euro**

A responsabilidade da taxa de câmbio do Euro cabe ao Eurogrupo. O regime cambial actual é de pura flexibilidade não tendo sido até agora dadas quaisquer orientações gerais ao BCE<sup>31</sup> sobre a política a seguir. Mas a situação de dita responsabilidade é bem clara “the Eurogroup may formulate “general orientations” for the exchange rate policy of the euro, orientations which should be without prejudice to the ECB’s primary objective of price stability”<sup>32</sup>. Para além da possibilidade de se gerarem conflitos sobre a política a seguir, porque quem tem de facto o poder de impor uma política cambial é o BCE e esta

---

<sup>30</sup> “Joe Stiglitz, George Akerlof, and Michael Spence must have a wry smile on their face these days. Their Nobel Prize winning work on asymmetric information and adverse selection is suddenly at the centre of the argument about how to solve the current global financial crisis. We are witnessing the largest ‘market for lemons’ that the world has ever seen.” Neil McCulloch, Financial Crisis: how to value toxic assets?, Institute of Economic Studies, February, 2009, <http://www.ids.ac.uk/go/news/news-at-ids-financial-crisis-how-to-value-toxic-assets>

<sup>31</sup> Lorenzo Bini Smaghi, The euro as an international currency: implications for exchange rate policy, Euro50 Group meeting, 50 years after the Treaty of Rome: strengthening the economic leg of EMU, 2-3 July 2007, Rome, Italy, <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070703.en.html>

<sup>32</sup> Ver nota anterior.

deve respeitar a estabilidade nominal.

Levanto este problema porque penso que vivemos num vazio institucional no que respeita às taxas de câmbio a nível internacional. Após a reunião da Jamaica, em 1978, em que o ouro viu o seu papel anulado ao nível das taxas de câmbio, que papel ficou para o FMI no que respeita à vigilância sobre políticas cambiais que não contribuam para a estabilidade dos pagamentos internacionais? Ficou o poder sobre as taxas de câmbio dos países que solicitam a sua ajuda, ou de forma mais prosaica, que “ficam nas suas mãos”. A Organização Mundial do Comércio é responsável pela não aplicação de políticas proteccionistas nacionais, que desta forma prejudicariam as livres trocas internacionais. Mas quem vigia a possibilidade de políticas de desvalorização cambial competitivas? O vazio é claro e como sabemos os desequilíbrios internacionais em termos de excedentes e défices sucedem-se. Para além deste último aspecto, deve-se questionar o que poderá acontecer se voltarmos a um período de desvalorizações competitivas, sobretudo por parte do dólar, mas também do renminbi. Dizer que tal não é provável<sup>33</sup> não nos deve impedir de levantar a questão. Martin Feldstein admitiu claramente a desvalorização do dólar<sup>34</sup>. A 3 de Julho de 1933 Roosevelt recusa formalmente a estabilização do dólar e a World Economic Conference extingue-se. Surge nesta altura o que podemos designar por uma guerra cambial: o bloco ouro contra o bloco dólar<sup>35</sup>. O apego da França e da Bélgica à estabilidade dos preços quase ditou a destruição das suas economias em face das desvalorizações surgidas no outro bloco. Em Janeiro de 1934 o dólar valia 59% do seu valor em Junho de 1933. As crises bancárias, o controlo dos movimentos de capitais e o desemprego sucederam-se em França, Bélgica, Itália, Holanda, Polónia e Suíça. Em Setembro de 1936 registava-se o fim deste bloco ouro. Nesta altura ficou claro que a economia internacional e o bem-estar nos diferentes países não podem sobreviver sem estabilidade monetária e esta exige a cooperação das economias com moedas internacionais, sendo certo que a cooperação exige instituições internacionais que possam zelar por esse objectivo.

---

<sup>33</sup> Richard Cooper, *The Future of the Dollar*, Policy Brief, September, 2009, Peterson Institute for International Economics.

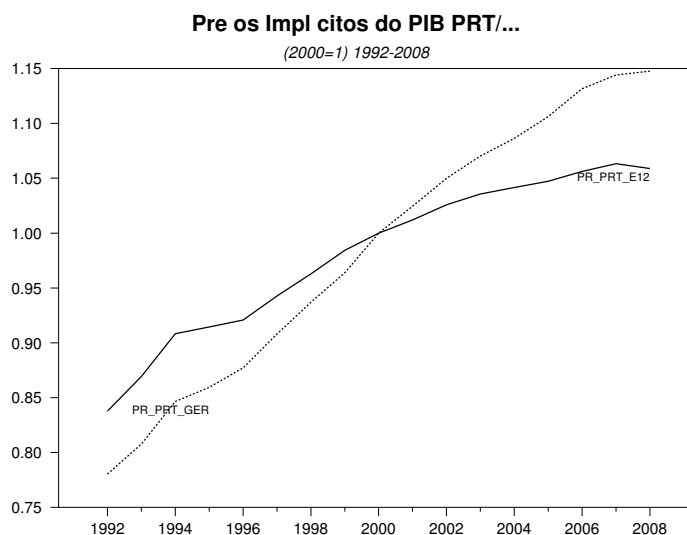
<sup>34</sup> A More Competitive Dollar is Good for America, *Financial Times*, 14 October, 2007 e *Rethinking the Role of Fiscal Policy*, *American Economic Review*, 99, 2, May, 2009.

<sup>35</sup> Cap. 11 de Charles Kindleberger, *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press, 1986

### **(8) Do que não pode a política monetária única ser responsável**

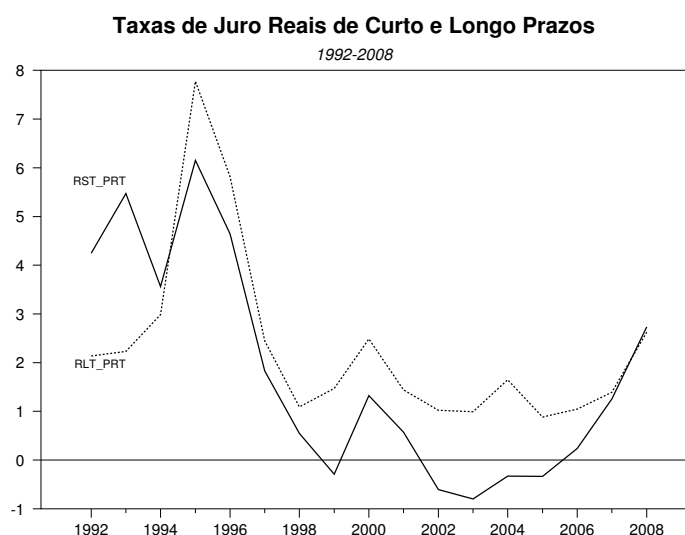
Se o contexto internacional à política monetária do BCE é complexo e não isento de armadilhas, o contexto nacional em que a política foi desenvolvida diverge de economia para economia. Vejam-se alguns aspectos, desfavoráveis para a nossa economia, neste período inicial de política comum, mas cuja responsabilidade não pode ser atribuída à política monetária europeia.

Numa união monetária onde a política monetária é portanto única, as economias deparam-se com o mesmo tipo de política necessitando, ou não, de políticas mas restritivas ou mais expansionistas. A subida dos preços numa economia relativamente às restantes significa perda de competitividade, o que se produz, produz-se mais caro. Na Figura 7 podemos ver a evolução dos índices de preços do PIB de Portugal relativamente à UEM e à Alemanha. A nossa perda de competitividade mede-se por aquele diferencial positivo de 6%, ou 15%, relativamente à UEM ou à Alemanha. Claro que se trata de um dado um pouco grosseiro. Devíamos aqui incluir, também, a evolução da produtividade relativa, que também parece não nos favorecer.



**Figura 7**

O processo desinflationista português trouxe uma redução substancial das taxas de juro, incentivando o crédito e desincentivando a poupança convertendo-a em consumo presente. Tal situação pode ser classificada, por analogia uma vez que não se tratou da exploração de qualquer recurso natural, como a “doença holandesa”<sup>36</sup>. A ser assim, a nossa adesão à UEM levou a um fenómeno de perda de competitividade que afectou a produção e o bem-estar. Na Figura 8 damos conta da queda drástica das taxas de juro reais de curto prazo (RST) e de longo prazo (RLT) na economia portuguesa e que leva a considerar 1995 como o ano em que tal situação de “doença” se cria.



**Figura 8**

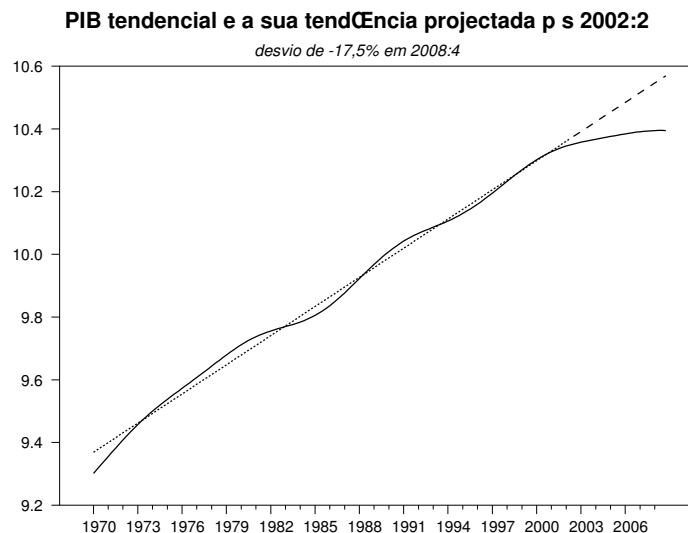
Estes dois fenómenos, provocados pela criação da UEM, arrastaram consigo dois outros: o do não crescimento da economia portuguesa e o do endividamento externo. No que respeita ao primeiro, veja-se a representação<sup>37</sup> usando o filtro de Hodrick-Prescott, na Figura 9. Foi depois calculada a tendência linear do produto potencial até ao segundo trimestre de 2002<sup>38</sup> e feita a sua projecção para a frente. Obtém-se assim um desvio de - 17,5% do PIB no último trimestre de 2008. Este valor é por si alarmante, quanto mais para

<sup>36</sup> Termo criado pelo The Economist, “The Dutch Disease”, November, 26, 1977. Veja-se Warner Corden, “Boom Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation.” Oxford Economic Papers, 36, 362, 1984. Veja para Portugal a análise de Emanuel Leão e Pedro Leão, Irrelevância do Défice Externo no Quadro da Moeda Única?, em Actas da Conferência de Políticas Públicas para o Desenvolvimento, Junho, ISCTE, 2005

<sup>37</sup> Usámos dados das estatísticas trimestrais do INE. A correcção da ponta final foi feita usando um modelo ARIMA(5,1,0) e cortando posteriormente os 12 trimestres projectados.

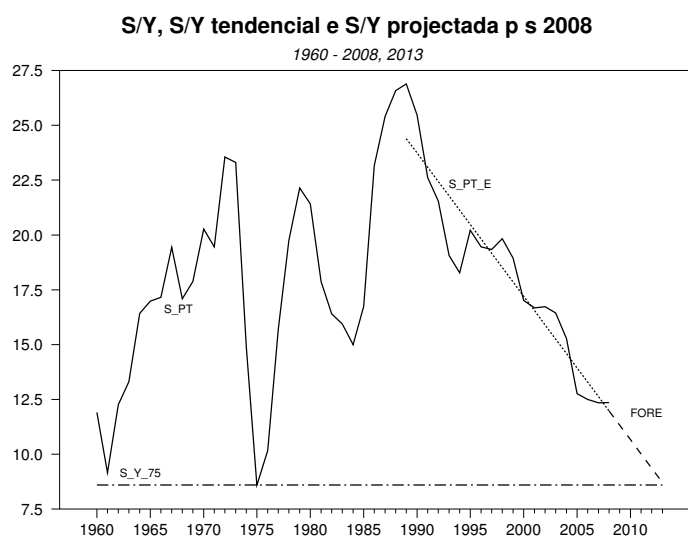
<sup>38</sup> Último pico registado nas contas trimestrais antes da queda registada na evolução do produto potencial.

uma economia que procura desenvolver-se.



**Figura 9**

Veja-se finalmente a evolução da poupança nacional relativamente ao PIB. Com base em valores anuais obteve-se a evolução que consta da Figura 10. Calculou-se, em seguida, uma tendência linear de 1989 a 2008 e com base nela os valores forma projectados para a frente, até 2013. Neste ano, o valor obtido para a poupança é igual ao que se verificou em 1975, ano em que a poupança atingiu o seu mínimo histórico.



**Figura 10**

A evolução negativa da poupança, com o consequente aumento do endividamento, leva-nos a questionar se não existindo a actual crise, o aumento das taxas de juro não iria provocar uma crise de pagamentos em Portugal.

## **Conclusão**

Procurei identificar a política monetária do BCE, trata-se de uma política com alvo de inflação, mas que pode ser lida como uma política de estabilidade dos preços. Apesar de esta política não ser acompanhada pelo crescimento mais acentuado do consumo privado ou do produto potencial, não se pode esquecer que ela criou uma área de estabilidade financeira e que os seus resultados apenas poderão ser tidos convenientemente em conta com uma análise para um período mais alargado. Por outro lado, estamos a avaliar uma política para uma área monetária que não obedece aos critérios de uma união monetária. Assim, não poderemos saber o que, por um lado, deve ser atribuído à política e, por outro, à ausência de características duma união monetária. Insisti no carácter original da política monetária do BCE que, até certo ponto, não acompanhou a moda de excluir a moeda da economia, dando relevo à análise monetária, e por esta via dando sentido a uma política de estabilidade nominal no longo prazo. A corrente neo-wickseliana conduz ao uso de variações da taxa de juro de intervenção ignorando que a taxa de juro natural não pode ser conhecida pelos mortais e que o objectivo último da política é a inflação. Tornar o objectivo inflação num objectivo de curto prazo só pode originar instabilidade. Esta obsessão de curto prazo dominou o FED, o BIS e o BCE provocando o agravamento da crise. Mas como referi, o BCE tem uma segunda âncora que o pode levar a fugir daqueles comportamentos. A política do BCE deve ser desenvolvida num ambiente de cooperação internacional. A inexistência de uma instituição internacional com responsabilidades sobre as políticas de taxas de câmbio é um sinal de grande fragilidade da economia internacional. Infelizmente para os portugueses, a política monetária do BCE surge numa altura em que a nossa economia apresenta alguns problemas graves que a política monetária não pode resolver. Posso mesmo adiantar que no pós-crise a subida das taxas de juro irá penalizar os orçamentos familiares e do Estado não favorecendo uma retoma normal. Mas estes são problemas nossos e não problemas do BCE.



# ESTUDOS DO G.E.M.F.

(Available on-line at <http://gemf.fe.uc.pt>)

- 
- 2009-10 *A Política Monetária do BCE. Uma estratégia original para a estabilidade nominal*  
- João Sousa Andrade
- 2009-09 *Wage Dispersion in a Partially Unionized Labor Force*  
- John T. Addison, Ralph W. Bailey & W. Stanley Siebert
- 2009-08 *Employment and exchange rates: the role of openness and technology*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação, João Cerejeira & Miguel Portela
- 2009-07 *Channels of transmission of inequality to growth: A survey of the theory and evidence from a Portuguese perspective*  
- Adelaide Duarte & Marta Simões
- 2009-06 *No Deep Pockets: Some stylized results on firms' financial constraints*  
- Filipe Silva & Carlos Carreira
- 2009-05 *Aggregate and sector-specific exchange rate indexes for the Portuguese economy*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação, João Cerejeira & Miguel Portela
- 2009-04 *Rent Seeking at Plant Level: An Application of the Card-De La Rica Tenure Model to Workers in German Works Councils*  
- John T. Addison, Paulino Teixeira & Thomas Zwick
- 2009-03 *Unobserved Worker Ability, Firm Heterogeneity, and the Returns to Schooling and Training*  
- Ana Sofia Lopes & Paulino Teixeira
- 2009-02 *Worker Directors: A German Product that Didn't Export?*  
- John T. Addison & Claus Schnabel
- 2009-01 *Fiscal and Monetary Policies in a Keynesian Stock-flow Consistent Model*  
- Edwin Le Heron
- 
- 2008-08 *Uniform Price Market and Behaviour Pattern: What does the Iberian Electricity Market Point Out*  
- Vítor Marques, Isabel Soares & Adelino Fortunato
- 2008-07 *The partial adjustment factors of FTSE 100 stock index and stock index futures: The informational impact of electronic trading systems*  
- Helder M. C. V. Sebastião
- 2008-06 *Water Losses and Hydrographical Regions Influence on the Cost Structure of the Portuguese Water Industry*  
- Rita Martins, Fernando Coelho & Adelino Fortunato
- 2008-05 *The Shadow of Death: Analysing the Pre-Exit Productivity of Portuguese Manufacturing Firms*  
- Carlos Carreira & Paulino Teixeira
- 2008-04 *A Note on the Determinants and Consequences of Outsourcing Using German Data*  
- John T. Addison, Lutz Bellmann, André Pahnke & Paulino Teixeira
- 2008-03 *Exchange Rate and Interest Rate Volatility in a Target Zone: The Portuguese Case*  
- António Portugal Duarte, João Sousa Andrade & Adelaide Duarte
- 2008-02 *Taylor-type rules versus optimal policy in a Markov-switching economy*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação & Vasco Gabriel
- 2008-01 *Entry and exit as a source of aggregate productivity growth in two alternative technological regimes*  
- Carlos Carreira & Paulino Teixeira
- 
- 2007-09 *Optimal monetary policy with a regime-switching exchange rate in a forward-looking model*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação & John Driffill
- 2007-08 *Estrutura económica, intensidade energética e emissões de CO<sub>2</sub>: Uma abordagem Input-Output*  
- Luís Cruz & Eduardo Barata

- 2007-07 *The Stability and Growth Pact, Fiscal Policy Institutions, and Stabilization in Europe*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 2007-06 *The Consumption-Wealth Ratio Under Asymmetric Adjustment*  
- Vasco J. Gabriel, Fernando Alexandre & Pedro Bação
- 2007-05 *European Integration and External Sustainability of the European Union An application of the thesis of Feldstein-Horioka*  
- João Sousa Andrade
- 2007-04 *Uma Aplicação da Lei de Okun em Portugal*  
- João Sousa Andrade
- 2007-03 *Education and growth: an industry-level analysis of the Portuguese manufacturing sector*  
- Marta Simões & Adelaide Duarte
- 2007-02 *Levels of education, growth and policy complementarities*  
- Marta Simões & Adelaide Duarte
- 2007-01 *Internal and External Restructuring over the Cycle: A Firm-Based Analysis of Gross Flows and Productivity Growth in Portugal*  
- Carlos Carreira & Paulino Teixeira
- 2006-09 *Cost Structure of the Portuguese Water Industry: a Cubic Cost Function Application*  
- Rita Martins, Adelino Fortunato & Fernando Coelho
- 2006-08 *The Impact of Works Councils on Wages*  
- John T. Addison, Paulino Teixeira & Thomas Zwick
- 2006-07 *Ricardian Equivalence, Twin Deficits, and the Feldstein-Horioka puzzle in Egypt*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 2006-06 *L'intégration des marchés financiers*  
- José Soares da Fonseca
- 2006-05 *The Integration of European Stock Markets and Market Timing*  
- José Soares da Fonseca
- 2006-04 *Mobilidade do Capital e Sustentabilidade Externa – uma aplicação da tese de F-H a Portugal (1910-2004)*  
- João Sousa Andrade
- 2006-03 *Works Councils, Labor Productivity and Plant Heterogeneity: First Evidence from Quantile Regressions*  
- Joachim Wagner, Thorsten Schank, Claus Schnabel & John T. Addison
- 2006-02 *Does the Quality of Industrial Relations Matter for the Macroeconomy? A Cross-Country Analysis Using Strikes Data*  
- John T. Addison & Paulino Teixeira
- 2006-01 *Monte Carlo Estimation of Project Volatility for Real Options Analysis*  
- Pedro Manuel Cortesão Godinho
- 2005-17 *On the Stability of the Wealth Effect*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação & Vasco J. Gabriel
- 2005-16 *Building Blocks in the Economics of Mandates*  
- John T. Addison, C. R. Barrett & W. S. Siebert
- 2005-15 *Horizontal Differentiation and the survival of Train and Coach modes in medium range passenger transport, a welfare analysis comprising economies of scope and scale*  
- Adelino Fortunato & Daniel Murta
- 2005-14 *'Atypical Work' and Compensation*  
- John T. Addison & Christopher J. Surfield
- 2005-13 *The Demand for Labor: An Analysis Using Matched Employer-Employee Data from the German LIAB. Will the High Unskilled Worker Own-Wage Elasticity Please Stand Up?*  
- John T. Addison, Lutz Bellmann, Thorsten Schank & Paulino Teixeira
- 2005-12 *Works Councils in the Production Process*  
- John T. Addison, Thorsten Schank, Claus Schnabel & Joachim Wagner

- 2005-11 *Second Order Filter Distribution Approximations for Financial Time Series with Extreme Outliers*  
- J. Q. Smith & António A. F. Santos
- 2005-10 *Firm Growth and Persistence of Chance: Evidence from Portuguese Microdata*  
- Blandina Oliveira & Adelino Fortunato
- 2005-09 *Residential water demand under block rates – a Portuguese case study*  
- Rita Martins & Adelino Fortunato
- 2005-08 *Politico-Economic Causes of Labor Regulation in the United States: Alliances and Raising Rivals' Costs (and Sometimes Lowering One's Own)*  
- John T. Addison
- 2005-07 *Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis*  
- Blandina Oliveira & Adelino Fortunato
- 2005-06 *The Effect of Works Councils on Employment Change*  
- John T. Addison & Paulino Teixeira
- 2005-05 *Le Rôle de la Consommation Publique dans la Croissance: le cas de l'Union Européenne*  
- João Sousa Andrade, Maria Adelaide Silva Duarte & Claude Berthomieu
- 2005-04 *The Dynamics of the Growth of Firms: Evidence from the Services Sector*  
- Blandina Oliveira & Adelino Fortunato
- 2005-03 *The Determinants of Firm Performance: Unions, Works Councils, and Employee Involvement/High Performance Work Practices*  
- John T. Addison
- 2005-02 *Has the Stability and Growth Pact stabilised? Evidence from a panel of 12 European countries and some implications for the reform of the Pact*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 2005-01 *Sustainability of Portuguese Fiscal Policy in Historical Perspective*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 2004-03 *Human capital, mechanisms of technological diffusion and the role of technological shocks in the speed of diffusion. Evidence from a panel of Mediterranean countries*  
- Maria Adelaide Duarte & Marta Simões
- 2004-02 *What Have We Learned About The Employment Effects of Severance Pay? Further Iterations of Lazear et al.*  
- John T. Addison & Paulino Teixeira
- 2004-01 *How the Gold Standard Functioned in Portugal: an analysis of some macroeconomic aspects*  
- António Portugal Duarte & João Sousa Andrade
- 2003-07 *Testing Gibrat's Law: Empirical Evidence from a Panel of Portuguese Manufacturing Firms*  
- Blandina Oliveira & Adelino Fortunato
- 2003-06 *Régimes Monétaires et Théorie Quantitative du Produit Nominal au Portugal (1854-1998)*  
- João Sousa Andrade
- 2003-05 *Causas do Atraso na Estabilização da Inflação: Abordagem Teórica e Empírica*  
- Vítor Castro
- 2003-04 *The Effects of Households' and Firms' Borrowing Constraints on Economic Growth*  
- Maria da Conceição Costa Pereira

- 2003-03 *Second Order Filter Distribution Approximations for Financial Time Series with Extreme Outliers*  
- J. Q. Smith & António A. F. Santos
- 2003-02 *Output Smoothing in EMU and OECD: Can We Forego Government Contribution? A risk sharing approach*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 2003-01 *Um modelo VAR para uma Avaliação Macroeconómica de Efeitos da Integração Europeia da Economia Portuguesa*  
- João Sousa Andrade
- 2002-08 *Discrimination des facteurs potentiels de croissance et type de convergence de l'économie portugaise dans l'UE à travers la spécification de la fonction de production macro-économique. Une étude appliquée de données de panel et de séries temporelles*  
- Marta Simões & Maria Adelaide Duarte
- 2002-07 *Privatisation in Portugal: employee owners or just happy employees?*  
- Luís Moura Ramos & Rita Martins
- 2002-06 *The Portuguese Money Market: An analysis of the daily session*  
- Fátima Teresa Sol Murta
- 2002-05 *As teorias de ciclo políticos e o caso português*  
- Rodrigo Martins
- 2002-04 *Fundos de acções internacionais: uma avaliação de desempenho*  
- Nuno M. Silva
- 2002-03 *The consistency of optimal policy rules in stochastic rational expectations models*  
- David Backus & John Driffill
- 2002-02 *The term structure of the spreads between Portuguese and German interest rates during stage II of EMU*  
- José Soares da Fonseca
- 2002-01 *O processo desinflationista português: análise de alguns custos e benefícios*  
- António Portugal Duarte
- 2001-14 *Equity prices and monetary policy: an overview with an exploratory model*  
- Fernando Alexandre & Pedro Bação
- 2001-13 *A convergência das taxas de juro portuguesas para os níveis europeus durante a segunda metade da década de noventa*  
- José Soares da Fonseca
- 2001-12 *Le rôle de l'investissement dans l'éducation sur la croissance selon différentes spécifications du capital humain.*  
- Adelaide Duarte & Marta Simões
- 2001-11 *Ricardian Equivalence: An Empirical Application to the Portuguese Economy*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 2001-10 *A Especificação da Função de Produção Macro-Económica em Estudos de Crescimento Económico.*  
- Maria Adelaide Duarte e Marta Simões
- 2001-09 *Eficácia da Análise Técnica no Mercado Accionista Português*  
- Nuno Silva

- 2001-08 *The Risk Premiums in the Portuguese Treasury Bills Interest Rates: Estimation by a cointegration method*  
- José Soares da Fonseca
- 2001-07 *Principais factores de crescimento da economia portuguesa no espaço europeu*  
- Maria Adelaide Duarte e Marta Simões
- 2001-06 *Inflation Targeting and Exchange Rate Co-ordination*  
- Fernando Alexandre, John Driffill e Fabio Spagnolo
- 2001-05 *Labour Market Transition in Portugal, Spain, and Poland: A Comparative Perspective*  
- Paulino Teixeira
- 2001-04 *Paridade do Poder de Compra e das Taxas de Juro: Um estudo aplicado a três países da UEM*  
- António Portugal Duarte
- 2001-03 *Technology, Employment and Wages*  
- John T. Addison & Paulino Teixeira
- 2001-02 *Human capital investment through education and economic growth. A panel data analysis based on a group of Latin American countries*  
- Maria Adelaide Duarte & Marta Simões
- 2001-01 *Risk Premiums in the Portuguese Treasury Bills Interest Rates from 1990 to 1998. An ARCH-M Approach*  
- José Soares da Fonseca
- 
- 2000-08 *Identificação de Vectores de Cointegração: Análise de Alguns Exemplos*  
- Pedro Miguel Avelino Bação
- 2000-07 *Imunização e M-quadrado: Que relação?*  
- Jorge Cunha
- 2000-06 *Eficiência Informacional nos Futuros Lisbor 3M*  
- Nuno M. Silva
- 2000-05 *Estimation of Default Probabilities Using Incomplete Contracts Data*  
- J. Santos Silva & J. Murteira
- 2000-04 *Un Essai d'Application de la Théorie Quantitative de la Monnaie à l'économie portugaise, 1854-1998*  
- João Sousa Andrade
- 2000-03 *Le Taux de Chômage Naturel comme un Indicateur de Politique Economique? Une application à l'économie portugaise*  
- Adelaide Duarte & João Sousa Andrade
- 2000-02 *La Convergence Réelle Selon la Théorie de la Croissance: Quelles Explications pour l'Union Européenne?*  
- Marta Cristina Nunes Simões
- 2000-01 *Política de Estabilização e Independência dos Bancos Centrais*  
- João Sousa Andrade
- 
- 1999-09 *Nota sobre a Estimação de Vectores de Cointegração com os Programas CATS in RATS, PCFIML e EVIEWS*  
- Pedro Miguel Avelino Bação
- 1999-08 *A Abertura do Mercado de Telecomunicações Celulares ao Terceiro Operador: Uma Decisão Racional?*  
- Carlos Carreira

- 
- 1999-07 *Is Portugal Really so Arteriosclerotic? Results from a Cross-Country Analysis of Labour Adjustment*  
- John T. Addison & Paulino Teixeira
- 1999-06 *The Effect of Dismissals Protection on Employment: More on a Vexed Theme*  
- John T. Addison, Paulino Teixeira e Jean-Luc Grosso
- 1999-05 *A Cobertura Estática e Dinâmica através do Contrato de Futuros PSI-20. Estimação das Rácios e Eficácia Ex Post e Ex Ante*  
- Helder Miguel C. V. Sebastião
- 1999-04 *Mobilização de Poupança, Financiamento e Internacionalização de Carteiras*  
- João Sousa Andrade
- 1999-03 *Natural Resources and Environment*  
- Adelaide Duarte
- 1999-02 *L'Analyse Positive de la Politique Monétaire*  
- Chistian Aubin
- 1999-01 *Economias de Escala e de Gama nos Hospitais Públicos Portugueses: Uma Aplicação da Função de Custo Variável Translog*  
- Carlos Carreira
- 
- 1998-11 *Equilíbrio Monetário no Longo e Curto Prazos - Uma Aplicação à Economia Portuguesa*  
- João Sousa Andrade
- 1998-10 *Algumas Observações Sobre o Método da Economia*  
- João Sousa Andrade
- 1998-09 *Mudança Tecnológica na Indústria Transformadora: Que Tipo de Viés Afinal?*  
- Paulino Teixeira
- 1998-08 *Portfolio Insurance and Bond Management in a Vasicek's Term Structure of Interest Rates*  
- José Alberto Soares da Fonseca
- 1998-07 *Financial Innovation and Money Demand in Portugal: A Preliminary Study*  
- Pedro Miguel Avelino Bação
- 1998-06 *The Stability Pact and Portuguese Fiscal Policy: the Application of a VAR Model*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 1998-05 *A Moeda Única e o Processo de Difusão da Base Monetária*  
- José Alberto Soares da Fonseca
- 1998-04 *La Structure par Termes et la Volatilité des Taux d'intérêt LISBOR*  
- José Alberto Soares da Fonseca
- 1998-03 *Regras de Comportamento e Reformas Monetárias no Novo SMI*  
- João Sousa Andrade
- 1998-02 *Um Estudo da Flexibilidade dos Salários: o Caso Espanhol e Português*  
- Adelaide Duarte e João Sousa Andrade
- 1998-01 *Moeda Única e Internacionalização: Apresentação do Tema*  
- João Sousa Andrade
- 
- 1997-09 *Inovação e Aplicações Financeiras em Portugal*  
- Pedro Miguel Avelino Bação
- 1997-08 *Estudo do Efeito Liquidez Aplicado à Economia Portuguesa*  
- João Sousa Andrade

- 1997-07 *An Introduction to Conditional Expectations and Stationarity*  
- Rui Manuel de Almeida
- 1997-06 *Definição de Moeda e Efeito Berlusconi*  
- João Sousa Andrade
- 1997-05 *A Estimação do Risco na Escolha dos Portafólios: Uma Visão Selectiva*  
- António Alberto Ferreira dos Santos
- 1997-04 *A Previsão Não Paramétrica de Taxas de Rentabilidade*  
- Pedro Manuel Cortesão Godinho
- 1997-03 *Propriedades Assintóticas de Densidades*  
- Rui Manuel de Almeida
- 1997-02 *Co-Integration and VAR Analysis of the Term Structure of Interest Rates: an empirical study of the Portuguese money and bond markets*  
- João Sousa Andrade & José Soares da Fonseca
- 1997-01 *Repartição e Capitalização. Duas Modalidades Complementares de Financiamento das Reformas*  
- Maria Clara Murteira
- 
- 1996-08 *A Crise e o Ressurgimento do Sistema Monetário Europeu*  
- Luís Manuel de Aguiar Dias
- 1996-07 *Housing Shortage and Housing Investment in Portugal a Preliminary View*  
- Vítor Neves
- 1996-06 *Housing, Mortgage Finance and the British Economy*  
- Kenneth Gibb & Nile Istephan
- 1996-05 *The Social Policy of The European Community, Reporting Information to Employees, a U.K. perspective: Historical Analysis and Prognosis*  
- Ken Shackleton
- 1996-04 *O Teorema da Equivalência Ricardiana: aplicação à economia portuguesa*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 1996-03 *O Teorema da Equivalência Ricardiana: discussão teórica*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 1996-02 *As taxas de juro no MMI e a Restrição das Reservas Obrigatórias dos Bancos*  
- Fátima Assunção Sol e José Alberto Soares da Fonseca
- 1996-01 *Uma Análise de Curto Prazo do Consumo, do Produto e dos Salários*  
- João Sousa Andrade